

03900.HK

买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 11.34

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	19.9	(1.4)	22.5	81.7
相对恒生指数	1.6	(2.5)	6.8	41.4

发行股数 (百万)	2,534.27
流通股 (百万)	2,534.27
总市值 (港币 百万)	28,738.62
3个月日均交易额 (港币 百万)	181.47
主要股东持股比例 (%)	
CCCG Holding (HK) Limited	23.81

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2025年3月31日收市价为标准

相关报告

- 《绿城中国: 营收稳步增长, 业绩短期承压; 销售与拿地权益比例大幅提升》(2024/08/23)
- 《绿城中国: 营收业绩正增长, 拿地成长性; 代建持续发力; 融资渠道畅通》(2024/03/31)
- 《绿城中国: 品质龙头重返行业前十, 聚焦核心+提质增效促公司良性发展》(2023/07/14)
- 《绿城中国: 营收与核心净利稳步增长, 债务结构显著优化——2022年年报点评》

房地产

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

证券分析师: 夏亦丰  
yifeng.xia@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300521070005

证券分析师: 许佳璐  
jialu.xu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

绿城中国

营收增长业绩承压, 地产业务毛利率及销投权益比均提升; 2025年销售降幅预计10%以内

事件: 绿城中国发布2024年年报, 实现主营业务收入1585.5亿元, 同比+20.7%; 归母净利润16.0亿元, 同比-48.8%。公司拟每股派发现金红利人民币0.30元(含税), 分红率为48%。

核心观点

- 营收稳步增长, 但业绩主要受计提减值损失增加、投资收益下滑、少数股东损益占比提升等影响同比下滑。**2024年公司主营业务收入同比增长20.7%, 主要原因为开发业务规模稳步增长。2024年房地产项目结转面积635.2万平, 同比增长2.5%, 结算均价23145元/平, 同比增长19.0%, 结算项目中占比较高的杭州桂冠东方、北京沁园和上海前滩百合园等销售均价较高, 在结算量价均有提升的带动下, 开发业务实现营收1470.2亿元(占总营收的比重为93%), 同比增长21.9%。**营收虽然稳步增长, 但公司归母净利润同比下降48.8%, 主要原因有: 1) 计提资产减值损失40.4亿元, 同比增加26.5亿元, 主要来自应收市场下行影响, 武汉桂语朝阳、盐城悦风印月、泰州桂语听澜、福州文澜明月等部分项目销售价格不及预期; 计提信用减值损失10.3亿元, 同比增加8.0亿元, 主要原因为合联营公司应收款项计提减值增加; 2) 投资收益有所下滑,**2024年公司合联营企业业绩亏损6.3亿元(2023年盈利21.6亿元)。3) 少数股东损益26亿元, 占净利润的比重同比提升了8.2个百分点至61.5%。截至2024年末, 公司预收款项合计为1469.6亿元, 较2023年末下降8.0%, 预收款项/营收的比例为0.93X, 同比下降0.29X。
- 地产开发销售业务毛利率同比提升, 费用管控能力增强。**2024年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为12.8%、2.6%、1.0%, 同比分别下降0.2、2.5、1.4个百分点, 但地产开发销售业务的毛利率同比提升0.4个百分点, 达到11.7%, 主要原因为公司结算项目中占比较高的上海前滩百合园、西安安全运村毛利率较高, 2024年公司三费率率为6.5%, 同比下降1.7个百分点, 其中, 管理费用44.4亿元, 同比下降13.6%, 人力成本大幅减少; 财务费用25.8亿元, 同比下降11.6%, 加权平均融资成本3.9%, 同比下降40BP; 销售费用10.1亿元, 同比下降13.6%, 主要因为1) 结转收入增加, 相应分摊的销售佣金及销售代理费增加3.3亿元; 2) 受市场下行影响, 公司主动追加加大营销投放力度, 受到利润率下降的影响, 2024年公司ROE同比下降4.2个百分点至4.4%。
- 公司现金流相对充裕, 融资渠道畅通, 债务结构合理, 为后续发展提供有力支撑。**1) 在手资金充沛且下降, 但经营性现金流同比增长。截至2024年末, 公司货币资金729.9亿元, 同比下降0.6%, 其中销售监管资金240.3亿元, 占比33%。2024年公司经营性现金流净流入288亿元, 同比增长25%。2) 公司各类融资渠道畅通, 融资成本持续优化。2024年公司发行90亿元中长期无抵押信用债、35.3亿元一年期供应链ABN, 此外, 公司还完成了境外债务置换约8.2亿美元, 积极回购美元债约5.2亿美元, 2025年1月发行中期票据10亿元, 票面利率4.25%; 2月发行5亿美元优先票据, 期限为3年, 票面利率8.45%。截至2024年末, 公司有息负债规模1372亿元, 同比下降6.1%; 其中一年内到期的有息负债占比23.1%, 维持低位; 公司剔除预收账款后的资产负债率为68.5%, 同比下降1.1个百分点, 净负债率为56.6%, 同比下降7.3个百分点, 现金短债比为2.31X, 同比下降0.05X, 为“绿移安全”。截至2024年末, 公司有息负债加权融资成本降至3.9%, 同比下降40BP。
- 销售: 受益于高能级城市表现, 2024年销售均价及销售权益比提升, 2025年销售降幅预计10%以内。**2024年公司实现总销售额2768亿元, 同比下降8.1%; 销售面积1409万平, 同比下降8.9%; 销售均价1.96万元/平, 同比增长0.9%。1) 自投项目: 销售规模1718亿元, 同比下降11.6%, 权益销售金额为1206亿元, 销售权益比例70.2%, 同比提升了4.5个百分点, 自投销售规模跻身行业第6; 销售面积591万平, 同比下降13.8%; 由于高能级城市布局, 销售均价2.91万元/平, 同比增长2.6%, 维持行业较高水平。2024年自投项目首开去化率达82%, 维持高位; 9个项目单盘销售额超40亿元, 其中又凤起潮鸣项目单盘去化近56亿元, 南京金陵月项目单盘销售额达61亿元, 位列江苏第一。2) 代建项目: 销售规模1050亿元, 同比下降1.7%。整体而言, 公司销售表现相对具备韧性, 主要是因为: a) 核心城市布局, 销售结构中一二线销售占比达79%, 在北京、上海、杭州、南京等18个核心城市销售排名当地前五, 宁波连续5年保持第一, 西安连续3年保持第一, 高能级城市的集中布局为快速回款提供了有力保障, 2024年销售回款率104%, 继续保持高位, 有效支撑现金流及再投资。b) 精准调优, 攻坚去化, 积极拓展“增量新作+提升价值”, 新增现房平均销售提升106%, 单盘去化实现重点突破, 单盘去化比提升7%至1.39倍, 新增现房26个项目实现整体去化超80%。2025年1-2月公司实现总销售额240亿元, 同比增长3.6%; 销售面积117万平, 同比下降7.1%; 销售均价2.05万元/平, 同比增长3.8%。1) 自投项目: 销售规模146亿元, 同比下降6.4%, 销售权益比例为68.5%, 同比提升3.7个百分点, 销售均价2.92万元/平, 同比下降10.2%。2) 代建项目: 销售规模94亿元, 同比增长1.1%。根据公开业绩, 公司2025年自投项目销售额有望达到1600亿元, 较2024年的降幅控制在10%以内; 代建项目销售额预计维持在1000亿元, 与2024年基本持平。
- 土地储备: 2024年公司拿地权益比例提升; 2025年一季度在杭州、上海等核心城市拿地, 拿地强度再度提升。**2024年公司新增项目42个, 总建面418万平, 同比下降25.0%; 拿地金额601亿元, 同比下降24.2%; 拿地强度(拿地金额/自投项目销售金额)为35.0%, 同比下降5.8个百分点; 楼面均价14383元/平, 同比增长1.1%; 预计新增货值为1088亿元, 其中一二线城市货值占比92%, 新增项目平均权益比例提升至79%, 同比提升5个百分点。2024年年内已首开27个项目, 占新增土地总量的64%, 年内实现销售转化约325亿元, 其中杭州沁园、苏州逸庐及西安紫宸院等8个项目已清盘, 新项目当年转化效率较高。截至2024年末, 土地储备(在建+待建)2747万平, 土地储备权益比例65%, 同比提升2.3个百分点, 可售面积1843万平, 权益可售面积1180万平, 平均楼面地价7901元/平, 其中一二线城市货值占比76%, 长三角地区货值占比60%, 北京、上海、杭州、西安等十大战略核心城市货值占比53%。2025年公司持续在核心城市拿地, 根据公开业绩的月度简报, 2025年1-2月公司新增项目12个, 总建面约124万平, 同比大幅增长226.3%; 权益拿地金额134亿元, 同比增长138.0%; 拿地强度(权益拿地金额/自投项目权益销售金额)提升至134.0%, 根据中指信息, 2025年3月在杭州、宁波、苏州、上海均有获得优质地块, 拿地金额达151.3亿元, 平均楼面价高达30%。
- 运营管理能力提升, 已为2025年经营目标打下坚实基础。**2024年新获取的项目从拿地到开工、首开及经营性现金流回正周期平均分别为1.7、4.7、12.3个月。杭州湖语云庐项目从拿地至开工仅24天, 天津桂月云翠项目从拿地至首开仅63天, 西安紫宸院项目拿地后145天实现经营性现金流回正。2025年公司自投项目可售货值约2002亿元, 可售面积约628万平, 聚焦高能级核心城市, 一二线城市占比达83%。公司预计2025年全年竣工面积约750万平。截至2024年末, 公司已售楼栋的金额约1905亿元(权益金额1421亿元), 权益比为75%。
- 代建业务持续发力。**2024年公司实现项目管理服务收入33.8亿元, 同比增长7.8%。绿城管理控股(绿城中国持有绿城管理71.3%的股份)轻资产运营优势凸显, 持续保持代建行业第一的规模优势, 连续9年保持20%以上的代建市场份额, 2024年绿城管理新建建面3649万平, 同比增长3.4%, 截至2024年末, 合约总建面1.26亿平, 同比增长5.0%; 交付面积1656万平。
- 刘成云当选新一任公司董事会主席, 大股东中交集团强化支持。**3月27日公司公告, 张亚东辞任董事会主席及执行董事, 自3月26日起, 刘成云获委任公司董事会主席、非执行董事、薪酬委员会及提名委员会成员, 初始任期为三年。从过往履历来看, 刘成长期负责战略投资工作, 在中交集团及子公司历任多项投资的负责人, 主导过上海振华重工混改、中交地产重组等大项目, 为现任中交集团党委常委、副总经理。此次董事会变动或进一步加深大股东中交集团对于绿城中国的影响力。

投资建议与盈利预测:

我们认为, 在当前行业下行背景下, 公司具备以下核心优势, 或将助力其在行业内的市场地位进一步提升: 1) 公司现金流充裕, 债务到期压力相对较小, 并提前考虑到期债务的置换工作。2) 受益于核心城市布局销售占比提升, 公司销售均价近两年持续提升, 随着部分城市限价取消, 未来公司销售均价有望继续上涨; 同时, 公司保持较强的拿地投资力度, 重仓核心城市核心地段, 未来项目的销售去化表现也值得期待。3) 已售未结资源充沛, 未来结转收入有保障。4) 公司积极把握在行业深度调整过程中涌现出的代建需求, 代建规模多年保持稳居行业第一, 增强公司的销售与业绩。5) 新任董事长刘成云上任, 或进一步深化大股东中交集团对于公司的支持。考虑到房地产行业持续下行的影响, 我们下调2025-2026年盈利预测。我们预计公司2025-2027年主营业务收入分别为1654/1699/1724亿元, 同比增速分别为4%/3%/1%; 归母净利润分别为17/18/20亿元, 同比增速分别为3%/9%/10%; 对应EPS分别为0.65/0.71/0.78元。当前股价对应的PE分别为16.2X/14.9X/13.5X。考虑到公司2024年整体营业收入仍稳步增长, 销售与拿地稳健, 市场地位持续提升, 我们维持买入评级。

评级面临的主要风险:

- 销售与结转不及预期; 房地产调控超预期收紧; 融资收紧; 多元业务发展不及预期。

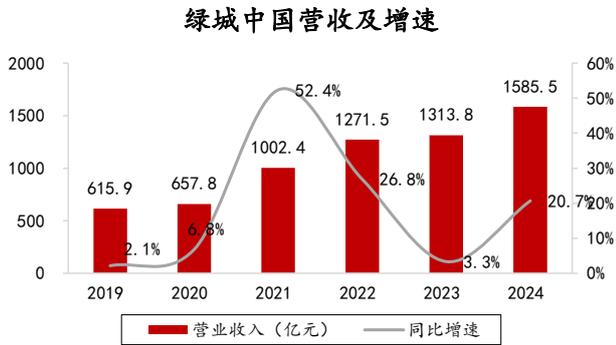
投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入(人民币 百万)	131,383.15	158,546.17	165,440.84	169,879.27	172,351.65
变动(%)	3.33	20.67	4.35	2.68	1.46
归母净利润(人民币 百万)	3,117.68	1,596.43	1,651.04	1,794.46	1,978.42
变动(%)	13.12	(48.79)	3.42	8.69	10.25
每股收益(人民币)	1.22	0.63	0.65	0.71	0.78
变动(%)	19.63	(48.36)	3.42	8.69	10.25
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.05	1.03	
调整幅度(%)			(37.95)	(31.25)	
全面摊薄市盈率(倍)	8.64	16.74	16.19	14.89	13.51

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

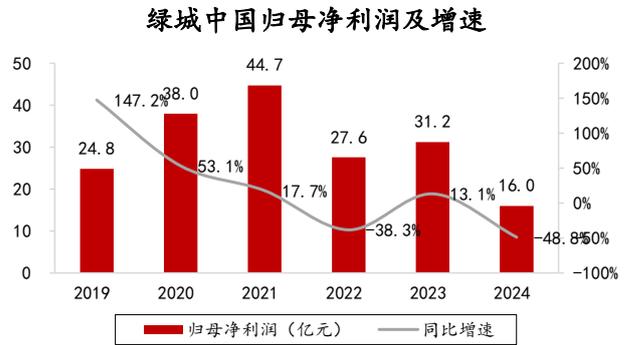
附录：

图表 1. 2024 年绿城中国实现营业收入 1585.5 亿元，同比增长 20.7%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 2024 年绿城中国实现归母净利润 16.0 亿元，同比下降 48.8%



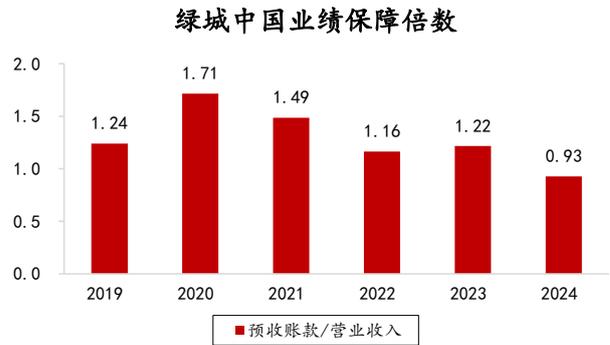
资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 截至 2024 年末，绿城中国预收账款 1469.6 亿元，同比下降 8.0%



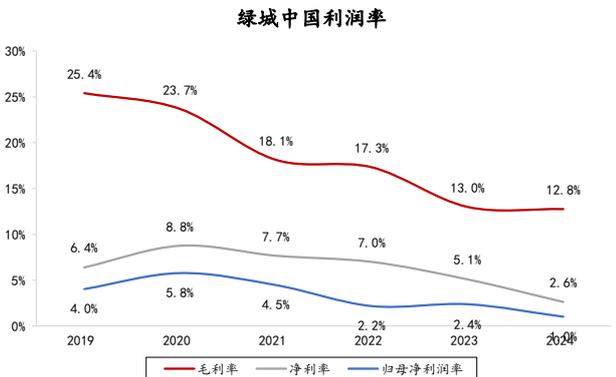
资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 截至 2024 年末，绿城中国预收账款/营业收入为 0.93X



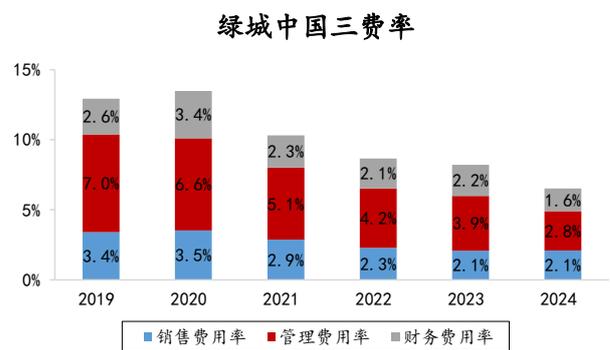
资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2024 年绿城中国毛利率、净利率和归母净利润率分别为 12.8%、2.6%、1.0%



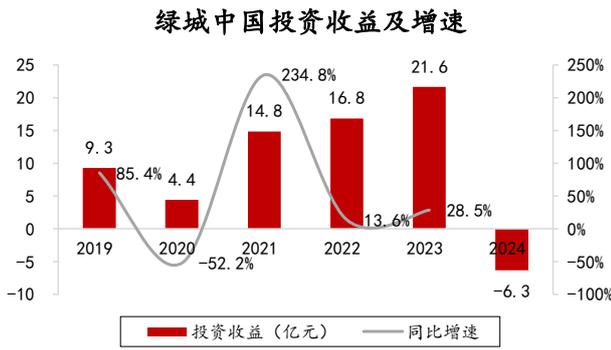
资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 2024 年绿城中国三费率为 6.5%



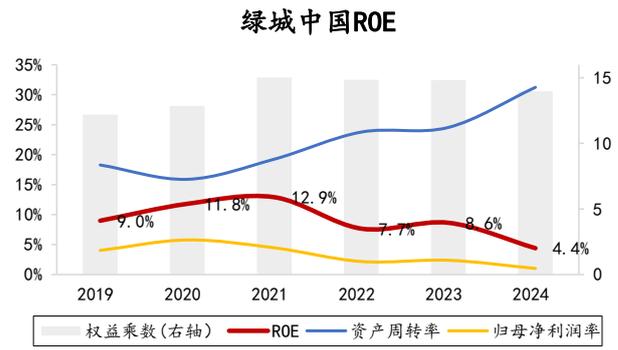
资料来源：公司年报，中银证券

图表 7. 2024 年绿城中国投资收益为 -6.3 亿元



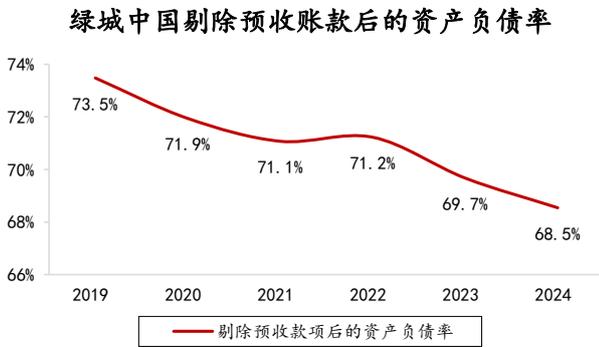
资料来源：公司年报，中银证券

图表 8. 2024 年绿城中国年化后的 ROE 为 4.4%



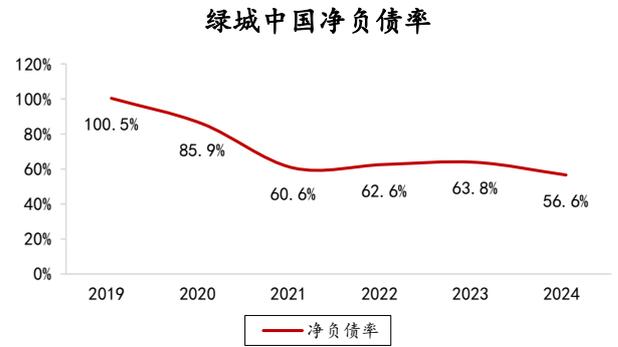
资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 截至 2024 年末，绿城中国剔除预收款项后的资产负债率为 68.5%



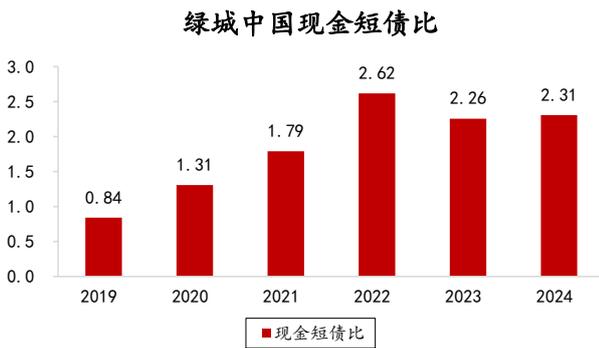
资料来源：公司年报，中银证券

图表 10. 截至 2024 年末，绿城中国净负债率为 56.6%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 截至 2024 年末，绿城中国现金短债比为 2.31X



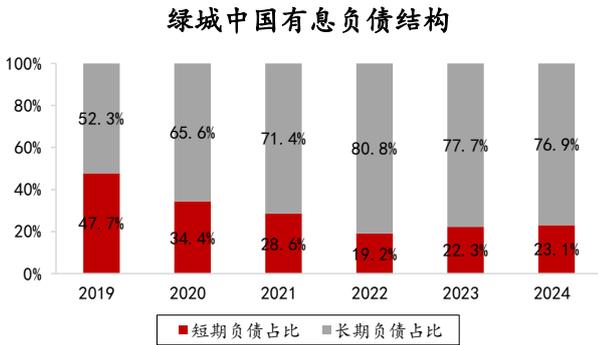
资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 截至 2024 年末，绿城中国有息负债规模 1371.9 亿元，同比下降 6.1%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 截至 2024 年末，绿城中国短期有息负债占比 23.1%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 截至 2024 年末，绿城中国货币资金 730 亿元，同比下降 0.6%



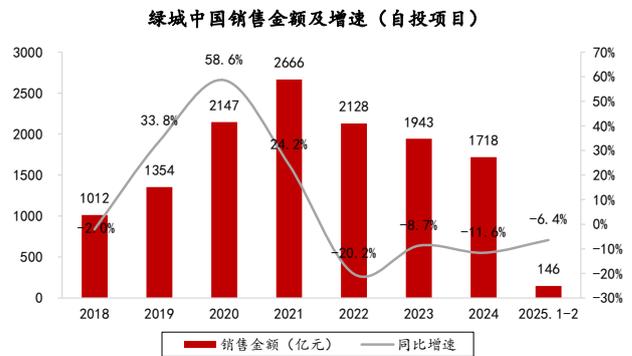
资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 2024 年绿城中国销售金额（包括自投和代建项目）2768 亿元，同比下降 8.1%



资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 16. 2024 年绿城中国销售金额（自投项目）1718 亿元，同比下降 11.6%



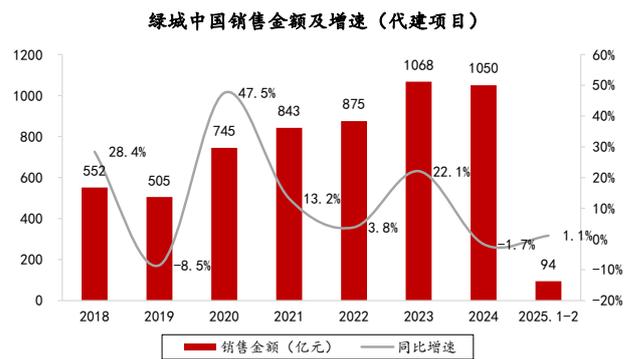
资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 17. 2024 年绿城中国权益销售金额（自投项目）1206 亿元，销售权益比例为 70.2%



资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 18. 2024 年绿城中国销售金额（代建项目）1050 亿元，同比下降 1.7%



资料来源：公司年报，公司公告，中银证券

图表 19. 2024 年绿城中国新增土地建面 418 万平，同比下降 25.0%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 20. 2024 年绿城中国拿地金额 601 亿元，同比下降 24.2%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 21. 2024 年绿城中国拿地楼面均价 14383 元/平，同比增长 1.1%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 22. 2024 年绿城中国拿地权益比例为 79.0%，同比提升 5 个百分点



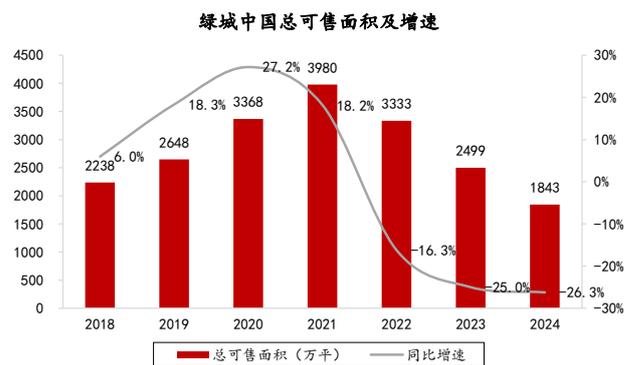
资料来源：公司年报，中银证券

图表 23. 截至 2024 年末，绿城中国土地储备面积 2747 万平



资料来源：公司年报，中银证券

图表 24. 截至 2024 年末，绿城中国总可售面积 1843 万平



资料来源：公司年报，中银证券

## 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>131947.12</b>	<b>158546.17</b>	<b>165440.84</b>	<b>169879.27</b>	<b>172351.65</b>
营业收入	131383.15	158546.17	165440.84	169879.27	172351.65
营业成本	114310.29	138320.87	145645.40	149116.25	150263.57
经营费用	8064.48	7764.37	7298.16	7444.12	7972.66
<b>息税折旧前利润</b>	<b>10352.02</b>	<b>12460.93</b>	<b>13065.92</b>	<b>13872.51</b>	<b>14654.60</b>
折旧及摊销	779.66	0.00	568.64	553.60	539.18
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>9572.35</b>	<b>12460.93</b>	<b>12497.28</b>	<b>13318.91</b>	<b>14115.42</b>
净利息收入/(费用)	-727.03	-2578.62	-814.42	-998.20	-913.95
其他收益/(损失)	-1767.28	-2198.97	-1979.07	-1781.17	-1603.05
<b>税前利润</b>	<b>9724.65</b>	<b>7073.85</b>	<b>9096.64</b>	<b>9886.82</b>	<b>10900.38</b>
所得税	3046.51	2927.72	4093.49	4449.07	4905.17
<b>净利润</b>	<b>6678.14</b>	<b>4146.13</b>	<b>5003.15</b>	<b>5437.75</b>	<b>5995.21</b>
少数股东损益	3560.46	2549.70	3352.11	3643.29	4016.79
<b>归母净利润</b>	<b>3117.68</b>	<b>1596.43</b>	<b>1651.04</b>	<b>1794.46</b>	<b>1978.42</b>
每股收益(人民币)	1.22	0.63	0.65	0.71	0.78
每股股息(人民币)	0.50	0.43	0.30	0.30	0.30
收入增长	3.33%	20.67%	4.35%	2.68%	1.46%
息税前利润增长	-34.73%	30.18%	0.29%	6.57%	5.98%
息税折旧前利润增长	-32.91%	20.37%	4.86%	6.17%	5.64%
净利润增长	-24.92%	-37.91%	20.67%	8.69%	10.25%
归母净利润增长	13.12%	-48.79%	3.42%	8.69%	10.25%

资料来源:公司公告,中银证券预测

## 主要比率

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	3.33	20.67	4.35	2.68	1.46
<b>盈利能力</b>					
息税前利润率(%)	7.40	4.46	5.50	5.82	6.32
毛利率(%)	17.32	12.99	11.97	12.22	12.82
归母净利润率(%)	2.37	1.01	1.00	1.06	1.15
ROE(%)	8.63	4.39	4.35	4.51	4.74
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	78.73	77.65	76.86	75.88	74.80
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.25	0.31	0.32	0.33	0.33
存货周转率	0.40	0.55	0.57	0.59	0.59
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	2.28	2.08	1.89	1.88	1.98
管理费用率(%)	4.24	3.91	2.52	2.51	2.65
财务费用率(%)	2.15	2.22	1.47	1.46	1.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(人民币)	1.22	0.63	0.65	0.71	0.78
每股净资产(人民币)	14.26	14.33	14.99	15.69	16.47
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	8.64	16.74	16.19	14.89	13.51

资料来源:公司公告,中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	69758.36	68861.73	71834.63	76768.82	76837.37
应收账款	2011.88	2637.57	2757.35	2831.32	2872.53
存货	286513.10	252015.76	254905.93	252516.72	255219.72
其他流动资产	9467.64	9329.98	9595.57	9513.24	9479.34
<b>流动资产总计</b>	<b>463725.47</b>	<b>437690.73</b>	<b>440257.98</b>	<b>440002.65</b>	<b>439538.50</b>
固定资产	10823.20	10932.96	10593.64	10267.89	9955.18
无形资产	1760.77	2546.43	2517.10	2489.25	2462.79
其他非流动资产	6471.99	8890.67	8001.60	7601.52	7221.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>71811.50</b>	<b>70094.24</b>	<b>71736.54</b>	<b>73882.86</b>	<b>76063.60</b>
<b>总资产</b>	<b>535536.97</b>	<b>507784.97</b>	<b>511994.52</b>	<b>513885.50</b>	<b>515602.10</b>
应付账款	48614.48	47149.10	47752.59	47338.49	47702.72
短期债务	42205.07	31663.16	30080.00	28576.00	27147.20
其他流动负债	187598.19	183478.07	183639.33	183469.62	182692.75
<b>流动负债总计</b>	<b>303248.08</b>	<b>285505.03</b>	<b>284145.98</b>	<b>280032.46</b>	<b>275185.76</b>
长期借款	113595.01	105523.64	106023.64	106523.64	107023.64
其他长期负债	4758.78	3272.12	3337.56	3404.32	3472.40
股本	242.48	242.68	242.68	242.68	242.68
储备	35941.10	36084.92	37735.96	39530.42	41508.84
<b>股东权益</b>	<b>113935.11</b>	<b>113484.18</b>	<b>118487.33</b>	<b>123925.09</b>	<b>129920.30</b>
少数股东权益	77804.73	77156.58	80508.69	84151.98	88168.77
<b>总负债及权益</b>	<b>535536.97</b>	<b>507784.97</b>	<b>511994.52</b>	<b>513885.50</b>	<b>515602.10</b>
每股净资产(人民币)	14.26	14.33	14.99	15.69	16.47
每股有形资产(人民币)	4.27	4.31	4.18	4.05	3.93

资料来源:公司公告,中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371